

银行股： 低估值下的投资逻辑

银行股低估值、长期破净的情况，很可能是因为高折现率。

文 | 朱芳林

56.13万	5594万	6099 ↑	+0.00	+2.02	+1.32	0.93
24708	740.0万	188 ↓	-0.33	+2.02	+1.16	0.309
18069	7544万	88 ↑	-0.09	+7.51	+1.41	4.37
13255	7092万	229 ↓	+0.08	+0.68	-0.25	0.414
12506	3179万	70 ↑	-0.08	+4.15	+2.60	4.69
25497	9805万	232 ↓	+0.03	+2.05	+1.14	2.28
78.48万	4.46亿	8365 ↑	+0.00	+5.82	+2.41	2.94
16.18万	9185万	2334 ↓	-0.68	+7.59	+2.29	2.58
37683	1784万	668 ↑	+0.41	+2.53	+2.57	0.527
41688	9043万	2063 ↑	-0.42	-0.09	-0.85	3.26
13.17万	4766万	714 ↓	+0.00	+3.92	+2.47	0.864
81.33万	8912万	1701 ↑	+0.00	+6.55	+2.92	1.63
64280	3586万	861 ↑	+0.53	+2.70	+2.14	0.388
11.07万	1.26亿	1013 ↓	-0.26	+7.93	+2.89	4.92
16.67万	7719万	827 ↑	+0.00	+2.83	+2.08	0.693

根据 A 股上市银行公开发布的季度报告，截至 2021 年第三季度末，上市银行整体实现利润总额超 6000 亿元，同比增长 17.2%；归母净利润近 5000 亿元，同比增长 14.8%；过往 12 个月的净资产收益率为 10.34%，在各行业中处于中上游水平。在有如此良好盈利表现的同时，A 股 41 家上市银行中有近四分之三的银行股市净率估值低于 1，银行业整体最新市净率约 0.64，在各行业中处在最末位。银行板块这种 PB（市净率）和 ROE（净资产收益率）不匹配的现象是否标志着投资机会呢？

显然，银行板块的投资标志不会如此明显。首先，商业银行的业务复杂多样，按资金的来源和运用可划分为存贷业务、中间业务和投资业务三类。其次，商业银行是一类特殊的企业，一般企业经营的是以使用价值形态存在的商品，而银行经营的则是货币。特殊的性质使得其他行业的某些结论不能简单类比到银行业，PB 和 ROE 不匹配现象长期存在于银行板块，银行股是否存在投资机会还需要深层次的分析。

低估缘于特殊性

首先需要分析的是银行股低估值的原因。因为银行业规模的扩张高度取决于净资产的多少，所以通常用 PB 反映对银行股的估值。根据 DDM 模型，在不考虑补充资本的情况下，根据相关公式可以推出，在其他条件相同的情况下，当公司给股东带来的回报率不及折现率时，就会破净。所以银行股低估值且长期破净的情况很可能是因为高折现率。

投资者对银行业要求回报率高与银行经营的特殊性密切相关。一方面是银行高杠杆经营。在特许经营权下，银行可以高杠杆经营，在放大盈利能力的同时，也会放大风险的波动性。

在这种风险面前，银行自身的净资产往往不足以起到安全保障作用，从某上市银行近三年的财务数据来看，2020 年年末该银行净资产不到 0.7 万亿元，而其总资产却高达 11.4 万亿元，权益乘数高达 16.87。虽然从近三年的走势来看权益乘数是逐年下降的，但与其他行业相比仍是较高水平。因此市场对于举杠杆、高风险的银行股，往往要求回报率较高。

另一方面是银行效益存在难判断性。为了管控银行业务风险，监管层要求银行提前计提一定的准备金，来覆盖潜在的坏账，而计提的不良贷款拨备会直接记入损益表冲减当期利润。又因为监管在贷款分类和准备金计提比例上为银行保留了一定的灵活处理空间，所以准备金的计提常导致银行年度收益蒙上朦胧的面纱。

仍以这家上市银行为例，该银行 2019 年上市，利润增长率达到 19.2%，显著高于行业水平。2020 年虽然承受新冠肺炎疫情和金融行业让利政策等宏观环境的压力，仍然以 6.9% 的利润增长率先于行业。同时，在不良贷款率基本稳定的情况下，不良贷款拨备覆盖率和贷款损失准备充足率不但高于监管要求，还逐年增长。那么，基于以上说明盈利能力和资产安全性的关键指标，是否足以说明该银行经营效益突出、安全性高呢？答案是否定的。原因在于准备金的计提和资产减值损失的影响。

2020 年受宏观经营环境影响，多数银行的资产减值损失都在增加，上市银行整体的资产减值损失占收比增长至 22.6%，而举例银行却是反向减少的，其中贷款减值准备当年的计提金额也呈现出同样的情况。如果以 2019 年的占收比计提减值损失，将影响该银行 2020 年的利润减少 68.7 亿元，直接导致负增长；如果是 2019 年的占收比计提贷款减值准备，影响金额

有以下特征的优质银行可以重点关注：一是战略布局契合业务发展方向，二是用户资源丰富，三是风险管控、市场化程度等发展基础扎实。

从个股层面来看，银行股之间存在分化现象，相对高估值的银行存在投资吸引力。

将是 22 亿元，依然非常可观。不过这只是为了说明影响程度进行的粗略测算，银行可能是基于具体情况，对业务进行合理分类，并计提相应准备金和损失。但投资者无法确定每一笔业务是否得到了合理的分类和足额的计提准备，从而无法准确判断银行良好的效益表现是来源于业务开展还是准备金的调节。因此，银行财务数据反映信息的不确定性增加了市场的担忧，也是要求其回报率较高的原因之一。

龙头何以受青睐

从个股层面来看，银行股之间存在分化现象，相对高估值的银行存在投资吸引力。

根据观察上市银行近十年 PB 的走势情况，可以发现银行个股间的估值分化是在不断扩大的。十年以来，招商银行、宁波银行等少部分

银行的估值是提升的，其股价显著的涨幅也表明了市场的认可。那么这些逆势增长的银行有什么样的过人之处呢？以宁波银行为例，少数银行股实现估值逆势提升的原因是多方面的。

一是管理体制稳健。以陆华裕为董事长的管理层长期服务于宁波银行，对银行业务模式、风险防范具有深刻的理解，并通过持股与公司利益深度绑定；此外宁波银行股东持股比例均衡，国资、外资、民营资本相互制衡。结合上市银行的情况来看，市场对于稳定的管理层有明显的偏好。

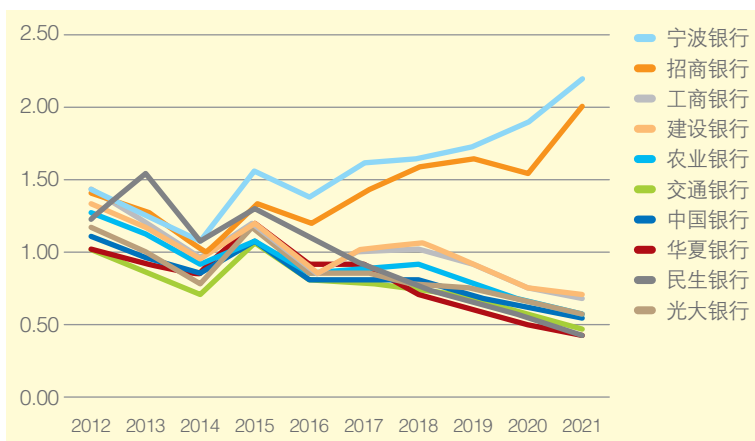
二是区位优势突出。宁波银行扎根宁波本土，向浙江渗透，并延伸至长三角地区，逐步形成以长三角为主体，珠三角、环渤海为两翼的业务布局。依托中国市场经济最活跃、工业体系最发达、信用环境最优良、民营小微用户众多的区域，宁波银行在客群选择、风险防范方面有得天独厚的优势。

三是用户管理优越。宁波银行在细分市场客群定位清晰，公司银行条线定位中小企业，零售公司条线定位小微企业，个人银行条线定位中高端白领。从用户源头做实风控管理，对公方面通过“人海战术”实地走访，考察用户经营场景，零售方面依靠第三方提供的公积金 + 社保 + 缴税记录验证。

四是业务结构优化。根据上市银行披露的 2021 年三季报，多数银行的利息净收入占总收入比重超过 70%，而宁波银行来源于息差的收入占比仅为 63%。相比之下，宁波银行在财富管理、投资银行等银行中间业务的侧重更加明显，这些新兴银行业务主要靠手续费和佣金收入获利，对资本依赖程度较低，杠杆风险度也更低。

五是财务表现卓越。截至 2021 年第三季度末，宁波银行营业收入同比增长 28.48%，净利

10 家银行近年来 PB 走势



> 资料来源：根据公开信息整理

润同比增长 26.24%，盈利能力突出；不良贷款率一直控制在 0.8 左右，贷款拨备率达到 4.03，不良贷款拨备覆盖率达到 515.30，远优于监管标准，资产安全性优越。

宁波银行获得市场青睐的原因还有很多，但关键之处在于，这些优势在一定程度上使宁波银行缓解或者脱离了杠杆经营和资本驱动的特征，提高了盈利能力，降低了风险水平，带来要求回报率的下降，从而促进了市净率的上涨，形成投资机会。

如何寻找潜力股

我国经济由过去的外贸驱动正逐步转向普惠小微、制造业等实体经济驱动，居民消费动力不断增强，民众可支配财富持续增长，投资理财意愿提升，未来银行业务的发展趋势将集中在三个方向：一是对公业务向制造业、小微业务和绿色金融侧重，服务实体经济多元化融资需求；二是零售业务战略转型，扩大客群基础，强化用户管理，与居民生活深度融合；三是发力财富管理业务布局，开发更丰富的理财产品，搭建更全面的支付生态场景，向轻资本、弱周期转型。

结合以上对宁波银行先进经验的分析，可以在银行中挖掘具有以下特征的优质银行作为潜力股重点关注。

一是战略布局契合业务发展方向。战略布局决定了银行顺势成长还是逆势求生，当前战略中与以上发展趋势契合度较高的银行，国有银行中为邮储银行，股份行中包括招商银行、平安银行、兴业银行、光大银行。城农商行中明确要做财富管理的银行较少，但经济较发达地区的城商行也在尝试突破，典型代表如宁波银行。

二是用户资源丰富。渠道能力强、具备用户资源先天优势的银行将有望在零售业务和财富管理转型的大竞争格局中脱颖而出。通过对比上市银行网点数量、零售用户数、私人银行用户数、用户活跃度等指标，可以发现招商银行线上用户触达能力强，无论是基础用户数（月活）还是私行用户数都遥遥领先于股份行同业，非货币公募保有量全市场领先。平安银行基础客群数量位居股份行中游水平（快速发展），私人银行用户数领先，非存款 AUM（管理资产）/总资产比例仅次于招商银行。邮储银行的线下触达能力非常强（网点数最多），零售用户基础庞大，未来挖掘空间很大。兴业银行同业渠道很强，银银平台链接 2000 多家法人机构，可借助中小银行（F 端）向用户（C 端）代销产品，2F2C 模式效率高。光大银行云缴费用户达 7.17 亿户，手机银行、阳光惠生活和云缴费 App 用户为 1.32 亿户，具备缴费用户转化为银行用户、理财用户的潜力。

三是风险管控、市场化程度等发展基础扎实。从 2021 年第三季度上市银行资产质量来看，全国性银行中邮储银行、招商银行资产质量较优，风控能力更强，均保持了低不良拨备覆盖率；区域性银行中，宁波银行、常熟银行、杭州银行资产质量更好，其中宁波银行为上市银行最低水平，杭州银行处于上市银行最高水平。

此外，上市银行人均利润与人均薪酬水平呈正相关关系，正所谓工资越高、战斗力越强。从 2020 年人均薪酬来看，头部股份行和城商行的薪酬水平较高。股份行中平安银行、招商银行、浙商银行较高；城商行中南京银行、江苏银行、杭州银行较高。☐

（作者供职于国网英大国际控股集团有限公司）